

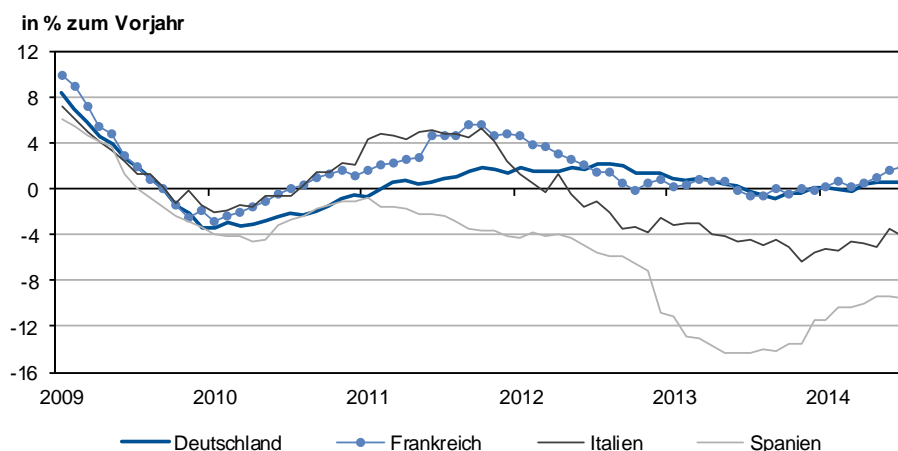
Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Der Handlungsdruck auf die EZB nimmt weiter zu. Dafür verantwortlich sind schwache Konjunkturdaten, die Inflationsraten in der Euro-Zone (im August 0,3 % zum Vorjahr), die in den nächsten Monaten gefährlich nah an die 0 %-Marke rücken dürften, sowie die Vermutung, dass die EZB in der nächsten Woche ihre Wachstums- und Inflationsprognosen erneut nach unten anpassen muss. Die schon oft erwähnten Inflationserwartungen sind nicht erst seit Kurzem ein Thema. Sie sind schon seit Anfang letzten Jahres rückläufig. Die Rede von EZB-Präsident Draghi in Jackson Hole bestätigt den sich aufbauenden Handlungsdruck. Und da Draghi nicht dafür bekannt ist, dass er die Märkte enttäuscht, ist am 4. September mit konkreten Aussagen der EZB zu einem Aufkaufprogramm, zu den Vorteilen eines schwachen Euro sowie einer möglichen weiteren Zinssenkung zu rechnen. Draghis Worte zur positiven Rolle der Fiskalpolitik bei der konjunkturellen Stimulierung haben zudem ein neues Kapitel der Geldpolitik aufgeschlagen.

Dieser Aussage, dass auch die Fiskalpolitik ihren Beitrag zur konjunkturellen Stimulierung leisten muss, kann nur zugestimmt werden ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 13. August 2014](#)). Denn ohne Nachfragesteigerung kann die Geldpolitik beim aktuellen Niveau von Kreditvergabe und Zins keinen effektiven Einfluss auf die Wirtschaft ausüben. Dank des OMT-Programms der EZB ist die Sorge vor steigenden Zinsen aufgrund wachsender Staatsschuldenquoten nicht begründet. Denn die EZB verhindert oder deckelt durch ihr OMT-Programm Zinsanstiege auf den Kapitalmärkten. So stellt die EZB sicher, dass die Fiskalpolitik in der Lage ist, stabilisierende Maßnahmen für die Konjunktur einzuleiten und dass diese Maßnahmen womöglich sogar mittelfristig großen Einfluss haben. Denn die Zinsen verhalten sich nicht wie im Lehrbuch, demzufolge sie ansteigen und somit private Investitionen belasten müssten. Die Ankündigungen Draghis, wenn sie denn in konkreten Beschlüssen münden, können somit einen wichtigen Beitrag leisten, das Konjunkturrisiko in der Euro-Zone zu reduzieren.

Draghi ist sich dem erhöhten Risiko für die Konjunktur und damit für das Bestehen der Euro-Zone bewusst. Deshalb verwies er vor Kurzem darauf, dass es in Europa keinen Mechanismus für die Umverteilung bzw. die Aufteilung der Risiken von länderspezifischen Schocks gäbe, wie das zum Beispiel in Deutschland durch den Länderfinanzausgleich der Fall ist. Da die Euro-Zone zwar eine monetäre Union ist, politisch aber eine Gemeinschaft von unabhängigen Staaten darstellt, befindet sich die europäische Währungsunion in einem Spannungsfeld zwischen individuellen und übergreifenden Interessen. Das Ausmaß dieses Spannungsfelds steht in direktem Verhältnis zur konjunkturellen Lage eines Landes bzw. dem Wohlergehen der Staatsbürger. **Entsprechend ist die Euro-Zone auf mittlere Sicht nur durch einen nachhaltigen Wachstumspfad zu erhalten, was die Bedeutung von kurzfristig spürbaren Wachstumsimpulsen durch die Geld- und Fiskalpolitik hervorhebt. Die Zeit für eine Politik der Prinzipien ist vorbei. Für die Euro-Zone ist Krisenpolitik angesagt. Draghi's jüngster Kommentar scheint dies zu bestätigen.**

Abb. 1: Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen - ausgewählte Euroländer



Quellen: EZB; IKB

Die Notwendigkeit solch einer Politik besteht allerdings schon länger. So hat die IKB bereits vor zwölf Monaten darauf hingewiesen, dass EZB wie auch Fiskalpolitik wegen der rückläufigen Kreditvergabe entschiedener agieren müssten, um nicht zunehmend den Entwicklungen und Risiken hinterherzulaufen. Nun scheint die EZB zwar den nach Einschätzung der IKB richtigen Weg zu gehen, indem sie fiskalische Stützungsprogramme ins Spiel bringt. Doch es besteht weiterhin die Gefahr, dass die Maßnahmen zu spät und nur zögerlich umgesetzt werden. Der weitere Weg für die EZB-Geldpolitik sollte allerdings klar sein: Benötigt wird ein Aufkaufprogramm nicht nur, um die Kreditvergabe an die Realwirtschaft (ABS-Programm) anzukurbeln, sondern primär um eine ausreichend große Abwertung des Euro sicherzustellen. Die Notenbanken Japans, Großbritanniens, Tschechiens und nicht zuletzt der Schweiz haben gezeigt, dass eine solche Korrektur gelingt, wenn die Notenbank ihre entschiedene Bereitschaft zur Schwächung der Währung zeigt. So kann eine Notenbank auch durch Bilanzaufblähung immer ihre eigene Währung schwächen, da sie das Monopol der Geldschöpfung innehat und somit uneingeschränkt das Geldangebot erhöhen kann.

Eine Abwertung in Kombination mit fiskalischen Stimulierungsmaßnahmen könnte der Konjunktur in der Euro-Zone wesentliche Impulse liefern und die Vorteile eingeführter Strukturreformen sichtbar machen. Dies zumindest wäre die Einschätzung Keynes. Im Gegensatz zu Japan ist der Offenheitsgrad der Euro-Zone deutlich höher und damit auch der Einfluss des Wechselkurses ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 27. August 2014](#)). Angesichts von rückläufiger Kreditnachfrage bzw. Entschuldung der Unternehmen sowie aktueller Zinshöhe kann der Wechselkurs als das einzige nennenswerte geldpolitische Instrument angesehen werden, das auf die Realwirtschaft kurz- wie mittelfristig noch ausreichenden Einfluss hat. Kurzfristig werden Wettbewerbsvorteile geschaffen. Mittelfristig werden sich diese entweder im Zuge von Strukturreformen am Arbeitsmarkt halten oder durch steigende Löhne und damit Inflation neutralisiert. Beides ist unter den aktuellen Umständen als positiv für die Euro-Zone einzuschätzen.

Fazit: Die EZB leistet einen wichtigen Beitrag, um die Fiskalpolitik wieder handlungsfähig zu machen. Denn mit ihrer Geldpolitik – geringe Zinshöhe in Verbindung mit OMT-Programm – steuert die EZB der Gefahr steigender Zinsen und Zinslasten aufgrund höherer Staatsschulden entgegen. Somit ist es angesichts der Konjunkturrisiken an der Zeit, dass die Fiskalpolitik aktiver wird. Eine Euro-Abwertung würde nicht zuletzt den Einflussbereich der Europäischen Notenbank deutlich erhöhen. Schwacher Euro und expansive Fiskalpolitik als „Initialzündung“ für die Wirtschaft könnten die Konjunkturrisiken in der Euro-Zone deutlich senken. Denn trotz andauernder Diskussionen über wirtschaftliche Prinzipien und die Notwendigkeit von Sparmaßnahmen scheinen die Konjunkturrisiken in der Euro-Zone einen Paradigmenwechsel hin zur fiskalischen Krisenpolitik zu forcieren: Dank der EZB-Politik ist Keynes zurück. Und das ist auch gut so.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

29. August 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann